
Exposé présenté par
M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
devant le
Comité parlementaire permanent des finances
du commerce et des questions économiques
le jeudi 30 octobre 1980

Exposé présenté par M. Gerald K. Bouey,
Gouverneur de la Banque du Canada, devant le
Comité parlementaire permanent des finances,
du commerce et des questions économiques
le jeudi 30 octobre 1980

Dans la lettre qu'il m'a écrite pour m'inviter à la séance de travail d'aujourd'hui, le président du Comité m'a demandé de parler des taux d'intérêt, de la masse monétaire et du rôle de la Banque du Canada dans l'économie canadienne. J'ai donc préparé, pour amorcer la discussion, un bref exposé sur ces divers points.

J'aimerais commencer par vous rappeler comment le Parlement perçoit le rôle que doit assumer la Banque du Canada dans l'économie canadienne. Ce point de vue du Parlement est exprimé dans le préambule de la Loi sur la Banque du Canada, où il est dit que la Banque sera créée pour "réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur extérieure de l'unité monétaire nationale et pour mitiger, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi de la main-d'oeuvre, autant que possible dans le cadre de l'action monétaire, et généralement pour favoriser la prospérité économique et financière du Dominion."

Tel est le mandat que le Parlement a confié à la Banque du Canada. Il correspond très bien au rôle que doit remplir une banque centrale, et c'est sans doute la raison pour laquelle il n'a jamais été modifié depuis 1934, année où la Loi sur la Banque du Canada a été votée dans sa forme originale. Nous accordons la plus grande importance à ce mandat. Nous faisons tout ce qui est en notre pouvoir pour régler le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique du Canada.

Les mesures que doit prendre la banque centrale pour promouvoir la prospérité économique du pays dépendent de la conjoncture économique. Depuis un certain nombre d'années, la plus lourde menace qui pèse sur le bien-être économique des Canadiens saute aux yeux. Cette menace, c'est bien sûr l'inflation. La thèse voulant qu'une légère dose d'inflation favorise tout compte fait le bon fonctionnement de l'économie et que l'inflation soit un mal bénin (cette thèse n'a jamais présenté que des apparences de vérité mais a néanmoins connu une assez grande vogue) est à présent complètement discréditée. Ce qui l'a discréditée de façon si efficace, ce n'est pas la théorie économique, mais la réalité économique. L'évolution sur la scène économique mondiale et les réalités très différentes vécues par les divers pays ont démontré, d'une manière qu'on ne peut raisonnablement contester, que l'inflation est un mal dangereux. Cette question ne fait plus l'objet de discussions sérieuses.

La question-clé n'est donc plus de savoir si l'inflation doit être combattue mais comment la combattre. Aux quatre coins du monde, la stratégie à adopter soulève des débats passionnés.

Quand on essaie de saisir toute la complexité de ces débats, il ne faut jamais perdre de vue l'idée qu'aucune stratégie anti-inflationniste n'a de chances de succès dans une société libre si elle n'est pas bien soutenue par un contrôle ferme et constant du rythme d'expansion monétaire.

Cette proposition est, je vous l'assure, tout aussi valable que n'importe quel postulat de la science économique. Cela, tous les dirigeants de banques centrales dans le monde le savent, et je doute qu'il y ait, dans le domaine des finances, des spécialistes qui entretiennent des doutes à ce sujet. De fait, il s'agit d'une proposition rigoureuse, et quiconque veut participer sérieusement au débat sur la stratégie à adopter pour éviter l'inflation serait bien avisé de ne jamais l'oublier.

Il faut se garder de conclure de cette proposition que le contrôle de l'expansion monétaire peut à lui seul suffire à combattre l'inflation et à assurer la bonne marche de l'économie. D'autres politiques et d'autres mécanismes apportent également une contribution très importante. Mais quelles que soient les politiques adoptées, dans des domaines comme le budget ou la régulation de l'offre et même dans le cas exceptionnel du contrôle direct des prix et revenus, il y a un élément indispensable à tout ensemble de politiques susceptible de contrer l'inflation: éviter une expansion monétaire excessive.

Ce que je dis ici c'est que, pour le dirigeant d'une banque centrale qui a pour mission de promouvoir les intérêts économiques de son pays et qui fait face à une inflation aussi forte que celle des dernières années, il n'est pas difficile de fixer les grandes lignes des mesures à prendre. Ce dirigeant doit exercer et maintenir un contrôle ferme sur le taux d'expansion monétaire, veiller soigneusement à ce que ce taux ne soit pas élevé au point d'empêcher toute diminution du taux d'inflation et il doit s'armer de patience et de détermination pour continuer dans cette voie aussi longtemps qu'il le faudra.

Il aura besoin de beaucoup de patience, parce qu'il ne pourra prévoir dans combien de temps l'inflation pourra être maîtrisée. Si les pratiques et les attentes inflationnistes sont déjà fortement enracinées dans l'économie, comme c'est le cas dans un grand nombre de pays et au Canada, ce banquier saura qu'il faudra plusieurs années pour les modifier à moins qu'il se produise un choc déflationniste très grave. Il saura également que la rapidité avec laquelle une économie réagit à des mesures monétaires restrictives dépendra beaucoup des mesures de soutien que la politique monétaire recevra des pouvoirs publics, du monde des affaires, des syndicats et des autres secteurs de la société. Si tous ces secteurs coopèrent à un programme anti-inflationniste, l'inflation s'atténuera en engendrant un minimum de tensions économiques et sociales. Mais si un ou plusieurs groupes importants se croient à l'abri des ajustements exigés durant la période d'élimination progressive des pratiques inflation-

nistes, les progrès seront lents, il y aura probablement des périodes de recul et certainement toutes sortes de tensions économiques et sociales. La patience et la détermination du banquier seront mises à rude épreuve, mais il ne lui sera pas permis d'abandonner la lutte parce qu'il manquerait ainsi à sa mission, qui est de "réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation."

Pour compléter le tableau, je devrais peut-être ajouter que le banquier saura, par la nature de ses fonctions, que si son pays effectue beaucoup d'échanges commerciaux avec l'étranger, l'avance sur le front de la lutte contre l'inflation pourra être à l'occasion favorisée ou défavorisée dans une large mesure par l'évolution économique des partenaires commerciaux; il devra faire tout son possible pour réajuster son tir en fonction de ces influences externes, sans toutefois renoncer à poursuivre les objectifs visés.

Le tableau que je viens de vous brosser de la situation du dirigeant de banque centrale correspond bien sûr à la façon dont je perçois ma propre situation et dont je m'efforce d'exercer mes fonctions. Il dépeint la voie que je dois suivre du fait des responsabilités qui me sont assignées par la Loi sur la Banque du Canada.

Je vais maintenant aborder un aspect un peu plus technique du travail que nous effectuons à la Banque du Canada. Comme vous le savez, nous tentons de réduire graduellement le taux plutôt élevé de la croissance monétaire au pays. Pour ce faire,

la Banque s'est efforcée de maintenir le taux tendanciel d'expansion monétaire à l'intérieur d'une fourchette dont les limites ont été réduites progressivement au fil des ans. La Banque est capable de fonctionner adéquatement à l'intérieur du cadre général de ces objectifs d'expansion monétaire à assez long terme tout en conservant une latitude considérable dans le choix des mesures à court terme à adopter face aux fluctuations erratiques qui se produisent sur les marchés financiers et le marché des changes.

Au départ, il y a environ 5 ans, l'objectif était de maintenir la croissance de la masse monétaire - définie pour les besoins de la cause comme l'ensemble de la monnaie hors banque et des dépôts à vue - à l'intérieur d'une fourchette de 10 à 15% l'an; cette fourchette a été abaissée peu à peu et ses limites sont actuellement de 5 et de 9%. Le principe de la réduction graduelle du taux d'expansion monétaire a été adopté parce qu'il permettait d'éviter les graves perturbations qu'une réduction rapide aurait créées dans l'économie.

Les liens existant entre le taux d'expansion monétaire et le taux d'inflation sont assez complexes, mais en schématisant un peu le processus, on peut dire que le taux d'expansion monétaire influence d'abord les taux d'intérêt; puis, les taux d'intérêt influencent le taux de change et la dépense, qui influencent à leur tour le taux d'inflation.

Le dernier maillon de cette chaîne, soit l'influence du taux de change et du niveau de la dépense sur le taux d'inflation, tient principalement au fait que dans une économie de marché les variations de la dépense et du taux de change font augmenter ou diminuer la demande de produits nationaux tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger, ce qui facilite ou entrave les hausses de prix et de revenus. Le niveau d'activité et d'emploi qui est compatible avec une baisse tendancielle du taux d'inflation dépend fondamentalement de la façon dont les mécanismes et les pratiques qui interviennent dans la détermination des prix et des coûts réagissent aux variations de la dépense globale. Plus ces mécanismes et pratiques sont insensibles à ces variations, plus le niveau de l'activité économique doit baisser pour que l'inflation diminue. Aussi faut-il accueillir très favorablement tout ce qui peut rendre les prix et les coûts plus sensibles aux variations de la dépense, car cela atténuera l'incidence négative que les politiques anti-inflationnistes ont à court terme sur la production réelle et l'emploi.

Le degré de sensibilité des prix et des coûts aux variations de la dépense globale diminue lorsque se répand l'idée qu'on va permettre aux taux élevés d'inflation de se maintenir ou de s'accélérer. C'est pourquoi la nécessité de livrer une lutte acharnée aux anticipations inflationnistes constitue un aspect si important de la politique anti-inflationniste. C'est aussi pourquoi il est si important que les politiques des pouvoirs publics, y compris la politique monétaire, soient résolument orientées vers la réduction du taux d'inflation et soient perçues comme telles.

Lorsqu'on examine le lien qui existe entre le taux d'expansion monétaire et le taux d'inflation, il importe de reconnaître que la tendance de ces deux variables à fluctuer en parallèle est loin d'être constante. Les fluctuations à court terme par rapport à la tendance de base sont courantes, et il se produit de temps à autre des retournements de tendance fondamentalement imprévisibles. Le taux d'inflation actuel est plus élevé que celui auquel on aurait raisonnablement pu s'attendre à la lumière de la croissance qu'a enregistrée M1.

Le vécu des dernières années semble avoir amené certains observateurs à conclure que l'approche adoptée par la Banque en vue de réduire l'inflation n'a pas donné les résultats escomptés. S'ils entendent par là que les progrès que nous avons réalisés dans la lutte contre l'inflation ne sont pas à la mesure de nos espérances, je suis d'accord avec eux. Mais s'ils veulent dire par là - et à mon avis certains semblent le faire - que la Banque s'est trompée d'approche, alors ils ont mal compris ce qui s'est passé au cours de cette période. La conclusion à laquelle ils devraient plutôt parvenir est la suivante: étant donné l'évolution, en grande partie imprévisible, de la situation économique et financière au Canada pendant cette période, il aurait mieux valu que le ralentissement du taux de croissance monétaire fût moins progressif; l'incidence sur l'inflation aurait alors été plus marquée. Là réside la leçon à tirer. Dans cet ordre d'idées, j'aimerais faire remarquer que le taux d'expansion de la masse monétaire est beaucoup moindre aujourd'hui qu'il y a cinq ans et que même si nous y sommes

parvenus de manière très progressive, on peut s'attendre à ce que l'incidence de ce processus sur la dépense globale soit désormais plus forte qu'au moment où nous nous sommes engagés dans cette voie.

J'aimerais maintenant faire quelques commentaires au sujet des taux d'intérêt, car je sais que les membres du Comité accordent une grande l'importance à cette question.

Si les taux d'intérêt sont tellement élevés, c'est principalement parce que les taux d'inflation actuel et prévus sont élevés. Compte tenu du taux d'inflation actuel, les taux d'intérêt ne sont pas anormalement élevés. En fait, ils ne sont pas assez élevés pour rapporter, en termes réels, un revenu important avant impôt, ni même, dans beaucoup de cas, un revenu quelconque après impôt. Ils ne sont pas non plus assez élevés pour décourager les emprunteurs qui s'attendent à ce que les taux actuels d'inflation se maintiennent.

L'extraordinaire instabilité des taux d'intérêt en Amérique du Nord depuis une année en a inquiété plusieurs. Elle a inquiété la Banque du Canada, et nous avons consacré une grande partie de nos énergies à en atténuer les fluctuations extrêmes. Cette instabilité indique à quel point le public s'est sensibilisé aux perspectives économiques en ce qui a trait à l'inflation et avec quelle vigueur il réagit à chaque nouvelle qui semble préciser un tant soit peu ces perspectives.

Au cours des quelque douze derniers mois, les taux d'intérêt en Amérique du Nord ont affiché trois grandes tendances: une forte hausse qui a atteint un sommet en avril, un fléchissement

marqué qui a duré deux mois environ et une remontée qui se poursuit maintenant. Les renversements de ces taux procèdent davantage de l'évolution économique des Etats-Unis que de celle du Canada, mais il serait erroné de supposer que le malaise qu'éprouvent les marchés financiers face aux perspectives inflationnistes est nettement moins aigu au Canada qu'aux Etats-Unis. La Banque du Canada considérait que la rapidité et l'ampleur des fluctuations des taux d'intérêt étaient excessives et elle a réussi à les atténuer sensiblement au Canada.

L'évolution des taux d'intérêt au Canada ces derniers mois montre bien que l'argument selon lequel le Canada ne mène pas une politique monétaire indépendante mais doit emboîter le pas aux Etats-Unis est un argument dénué de tout fondement. Une comparaison même sommaire des fluctuations différentes enregistrées par les taux d'intérêt dans ces deux pays le prouve clairement. Au cours des quelque douze derniers mois, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont devancé les taux américains d'une marge qui a parfois atteint les 4% mais, à d'autres moments, les taux américains les dépassaient d'une marge presque aussi grande. Ces dernières semaines, l'avance des taux d'intérêt américains a été de 1 à 2,5%. Depuis un an, le taux de base canadien a été la plupart du temps inférieur à son pendant américain. Il a fluctué entre un sommet de $1\frac{3}{4}\%$ de plus que le taux américain et un creux de 3% de moins que ce dernier; il était ce matin de $1\frac{3}{4}\%$ moins élevé. Les écarts entre le rendement des obligations dans les deux pays ont également beaucoup varié. La vraie question n'est

pas tant de savoir dans quelle mesure l'évolution des taux d'intérêt canadiens peut diverger de celle des taux américains, mais plutôt dans quelle mesure elle devrait en diverger. L'indépendance dans ce domaine a un prix. Tout compte fait, qu'est-ce qui serait le plus avantageux pour le Canada? Voilà la question qu'il faut se poser.

La Banque du Canada a consacré une grande attention au problème et est arrivée à la conclusion que le mieux à faire cette année était de chercher à ralentir et à diminuer les fluctuations des taux d'intérêt au Canada. Compte tenu de la conjoncture économique, cette politique du juste milieu a, d'une part, atténué l'impact que l'évolution des taux d'intérêt dans les deux pays a eu sur leurs monnaies respectives et, d'autre part, réduit le risque que le Canada ne soit contraint de s'écarter de la voie qu'il s'est tracée en matière d'expansion monétaire. C'est pour obtenir plus de souplesse dans l'application de cette politique que nous avons renoncé en mars dernier au taux d'es-compte "fixe" pour choisir un taux flottant.

La tendance qu'adopteront les taux d'intérêt dépendra dans une très large mesure du comportement des coûts et des prix dans une conjoncture où il n'y a pas surchauffe de l'appareil de production et où la croissance de la production en termes réels devrait être relativement lente pendant quelque temps. Si, dans ces circonstances, la hausse des prix se maintient ou même tend à s'accélérer, une croissance monétaire raisonnable ne pourra alimenter le gonflement de la dépense globale en dollars courants que si les taux d'intérêt demeurent élevés ou augmentent davantage. Par contre, si le taux d'inflation diminue, les perspec-

tives d'une baisse des taux d'intérêt et d'une amélioration de la croissance seront meilleures. La seule voie sûre qui mène à une baisse des taux d'intérêt passe par une diminution du taux d'inflation.